

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Review Penelitian Terdahulu

Dalam penelitian ini penulis mengambil beberapa referensi dari penelitian terdahulu yang juga melakukan penelitian yang berkaitan dengan Analisis Perbedaan *Return* Saham dan Likuiditas Saham Sebelum dan Sesudah *Right Issue*, sebagai berikut :

Penelitian pertama dilakukan oleh Damayanti, Atmadja dan Darmawan (2014) tentang “Analisis Pengaruh Pemecah Saham (*Stock Split*) Terhadap Tingkat Keuntungan (*Return*) Saham dan Likuiditas Saham”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa (1) peristiwa pemecahan saham tidak menyebabkan adanya perbedaan abnormal return saham sebelum dan sesudah peristiwa pemecah saham menyebabkan adanya perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah pemecahan saham yang dilakukan oleh perusahaan yang go public di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2013.

Penelitian kedua dilakukan Kamalsah dan Panjaitan (2012) tentang “Analisis Pengaruh Pengumuman *Right Issue* Terhadap *Abnormal Return* Dan Volume Perdagangan Saham Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009 Kuartal 3 Tahun 2012”. Dengan melihat kedua hasil kedua pengujian statistik beda 2 rata-rata (*paired sample t-test*) tersebut, dapat disimpulkan bahwa pengumuman *right issue* untuk *abnormal return* tidak terdapat perbedaan yang signifikan, sedangkan untuk volume perdagangan saham terdapat perbedaan yang signifikan. Perbedaan hasil pengujian pada kedua hipotesis tersebut mungkin disebabkan perusahaan-perusahaan yang melakukan kebijakan pengumuman *right issue* merupakan perusahaan yang sahamnya kurang aktif diperdagangkan sehingga reaksi pasar terhadap pengumuman yang dilakukan oleh perusahaan tersebut masih lemah.

Penelitian ketiga dilakukan oleh Ridho, Isyuardhana dan Aminah (2017) tentang “Analisis Reaksi Investor Terhadap Pengumuman *Right Issue* Di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2015. Berdasarkan hasil analisis data

ditemukan bahwa *right issue* berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* dan volume perdagangan saham perusahaan – perusahaan yang melakukan *right issue* di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian keempat dilakukan oleh Rahma, Elfiswandi dan Putri, (2017) tentang “Analisis Perbandingan *Return* Saham dan Volume Perdagangan Sebelum dan Sesudah *Right Issue*”. Hasil penelitian yang didapatkan berdasarkan uji *Paired Sample T-test* diperoleh : a). Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *return* saham sebelum dan sesudah *right issue*. b). Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara volume perdagangan saham sebelum dan sesudah *right issue*.

Penelitian kelima dilakukan oleh Rusdi dan Avianto (2009) tentang “Pengaruh *Right Issue* Terhadap Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham Emiten di Bursa Efek Indonesia”. Dari hasil penelitian tersebut upaya *right issue* yang dinilai juga tidak memiliki nilai ekonomis tersebut terkait dengan masalah *trading range theory*. Dalam hal ini emiten *right issue* juga belum mampu meningkatkan likuiditas perdagangan saham. Dengan harga yang relatif murah, emiten mengharapkan adanya aktivitas perdagangan saham yang lebih besar sehingga likuiditas saham mereka semakin besar. Hasil penelitian menunjukkan memang terjadi peningkatan *trading volume activity* namun tidak menunjukkan adanya perubahan yang signifikan.

Penelitian keenam dilakukan oleh Malhotra, M.Thenmozhi dan Gopalswamy (2012) tentang “*Liquidity Change Around Bonus Right Issue Announcement Evidence From Manufacturing and Service Sector In India* ”. Penelitian ini membahas perubahan likuiditas harga sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. likuiditas diukur dengan menggunakan rasio volume perdagangan baku, rasio volume perdagangan relatif dan rasio likuiditas menunjukkan volume perdagangan mentah dan volume perdagangan relatif menurun sekitar pengumuman bonus dan hak, mesti tidak signifikan. Pasar kedalaman yang diukur dengan rasio likuiditas telah menurun secara signifikan setelah pengumuman bonus dan *right issue*. terdapat bukti penurunan likuiditas harga saham yang negatif dan signifikan untuk bonus dan pengumuman *right issue*. Hasil mendukung hipotesis substitusi kas dan teori pemberian sinyal namun

menolak hipotesis likuiditas berkenaan dengan bonus dan hak pengumuman masalah.

Penelitian ketujuh dilakukan oleh Pham dan Yuen (2017) tentang “*Short Selling, Subscription Period Price Movements and Attractiveness Of Right Issue to Shareholders – A Cross Country Study*”. Penelitian ini membahas isu hak untuk melindungi kepentingan pemegang saham, untuk menarik partisipasi pemegang saham kecil yang rendah dan sebagian besar telah hilang dalam beberapa hal utama pasar seperti AS. Kami mempelajari kerentanan kritis yang dihadapi oleh pemegang saham yang kurang informasi dalam *right issue* yang timbul dari aktivitas *short selling* menggunakan database komprehensif 10.952 masalah hak di 43 negara, kami mendokumentasikan penurunan harga dan diskon isu yang signifikan selama masa berlangganan hak yang dapat dijelaskan oleh proxy tingkat perusahaan dan tingkat pasar untuk kendala penjualan pendek. aktivitas *short selling* juga meningkat setelah penutupan *right issue*. Hasil kami di dukung oleh strategi indentifikasi berbasis pada desian diskontonuitas regresi yang mengeksplorasi peraturan penjualan pendek di Australia. Secara keseluruhan, bukti kami menyoroiti kebutuhan untuk memperkuat peratura isu hak, teurtama dilingkungan dimana *short sales related investor protection* masih sewanga-wenang.

Penelitian kedelapan dilakukan oleh Mariko dan J.M Theuri (2016) tentang “*Effect Of New Information From Right Issue Announcement On Share Price Of Firm’s Listed On The Nairobi Security Exchange*”. Hasil penelitian tersebut menemukan bahwa harga saham rata-rata sebelum dan sesudah pengumuman *right issue* secara statistik tidak signifikan seperti ditunjukkan oleh uji-t ($t = -0.435$ dan $p\text{-value} = 0.663$).

2.2. Landasan Teori Penelitian

2.2.1. Stakeholder Theory

Chairi dan Ghazali (2007:32) menjelaskan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingannya sendiri namun harus memberikan manfaat bagi *stakeholder*-nya (*shareholder*, kreditor, konsumen, *supplier*, pemerintah, masyarakat, analis dan pihak-pihak lainnya).

Kasali dalam Wibisono (2007:90) membagi *stakeholder* menjadi sebagai berikut :

1. *Stakeholder* internal dan *stakeholder* eksternal

Stakeholder internal adalah *stakeholder* yang berada didalam lingkungan organisasi. Misalnya karyawan, manajer dan pemegang saham (*shareholder*). Sedangkan *stakeholder* eksternal adalah *stakeholder* yang berada diluar lingkungan organisasi, seperti penyalur atau pemasok, konsumen atau pelanggan, masyarakat, pemerintah, pers, kelompok *social responsible investor*, *licensing partner*, dan lain-lain.

2. *Stakeholder* primer , sekunder dan marjinal

Tidak semua elemen dalam *stakeholder* perlu diperhatikan. Perusahaan menyusun skala prioritas. *Stakeholder* yang paling penting disebut *stakeholder* primer, *stakeholder* yang kurang penting disebut *stakeholder* sekunder dan yang biasa diabaikan disebut *stakeholder* marjinal. Urutan prioritas ini berbeda bagi setiap perusahaan meskipun produk dan jasanya sama. Urutan ini juga bisa berubah dari waktu ke waktu.

3. *Stakeholder* tradisional dan *stakeholder* masa depan

Karyawan dan konsumen dapat disebut sebagai *stakeholder* tradisional, karena saat ini sudah berhubungan dengan organisasi. Sedangkan *stakeholder* masa depan adalah *stakeholder* pada masa yang akan datang diperkirakan akan memberikan pengaruhnya pada organisasi seperti mahasiswa, peneliti, dan konsumen potensial.

4. *Proponents, opponents, dan uncommitted.*

Diantara *stakeholder* ada kelompok yang memihak organisasi (*proponents*), menentang (*opponents*), dan ada yang tidak peduli atau abai (*uncommitted*). Organisasi perlu mengenal *stakeholder* yang berbeda-beda ini agar dapat melihat permasalahan, menyusun rencana dan strategi untuk melakukan yang proposional.

5. *Silent majority dan vocal minority*

Dilihat dari aktivitas *stakeholder* dalam melakukan komplain atau mendukung perusahaan, tentu ada yang menyatakan pertentangan atau dukungannya secara *vocal* (aktif) namun ada pula yang menyatakan *silent* (pasif).

2.2.2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Konsep *agency theory* menurut Anthony dan Govindarajan dalam Siagian (2011:10) menjelaskan bahwa hubungan atau kontak antara *principal* dan *agent*. *Principal* mempekerjakan *agent* untuk melakukan tugas untuk kepentingan *principal*, termasuk pendelegasian otorisasi pengambilan keputusan dari *principal* atau *agent*. Pada perusahaan yang modalnya terdiri atas saham, pemegang saham bertindak sebagai *principal*, dan CEO (*Chief Executif Officer*) sebagai *agent* mereka. Pemegang saham mempekerjakan CEO untuk bertindak sesuai dengan kepentingan *principal*.

Eisenhardt dalam Siagian (2011:11) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan tiga asumsi sifat dasar manusia yaitu :

1. Manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*).
2. Manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*).
3. Manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*).

Dari asumsi sifat dasar manusia tersebut dapat dilihat bahwa konflik agensi yang sering terjadi antara manajer dengan pemegang saham dipicu adanya sifat dasar tersebut. Manajer dalam mengelola perusahaan cenderung mementingkan kepentingan pribadi daripada kepentingan untuk meningkatkan

nilai perusahaan. Dengan perilaku *opportunistic* dari manajer, manajer bertindak untuk mencapai kepentingan mereka sendiri, padahal sebagai manajer seharusnya memihak kepada kepentingan pemegang saham karena mereka adalah pihak yang memberi kuasa manajer untuk menjalankan perusahaan.

2.2.3. Pengertian Pasar Modal

Pasar modal pada hakekatnya merupakan sarana pertemuan antara pihak yang memerlukan dana dengan pihak pemasok dana (*supplier of fund*). Pasar modal mempunyai pengertian sebagai pasar dalam arti abstrak dan konkrit. Pengertian dalam arti abstrak adalah bahwa pasar modal merupakan sarana terjadinya harga yang merupakan keseimbangan antara permintaan dan penawaran, sedangkan dalam arti konkrit adalah sebagai tempat terjadinya transaksi antara penjual dan pembeli, penerima dan pemasok dana.

Martalena dan Malinda (2011:2) menjelaskan bahwa pengertian pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrument keuangan jangka yang bisa di perjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksadana, instrument derivatif maupun instrument lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun instansi lain (misal pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi, dengan demikian modal memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan kegiatan terkait lainnya.

Tandelilin (2010:26) menjelaskan bahwa pasar modal adalah “Pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan memperjualbelikan sekuritas. Dengan demikian pasar modal juga dapat diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi.”

Sutrisno (2012:300) menjelaskan bahwa pasar modal dapat diartikan sempit adalah suatu tempat dalam pengertian fisik yang mengorganisasikan transaksi penjualan efek atau disebut bursa efek.

Fahmi (2015:48) menjelaskan bahwa pengertian pasar modal adalah tempat dimana berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau untuk memperkuat modal perusahaan.

Jenis pasar modal dasarnya ada 4 macam, yaitu: (Sunariyah 2011:12)

1. Pasar perdana (*Primary Market*) penawaran saham oleh emiten dilakukan sebelum diperdagangkan dipasar sekunder.
2. Pasar sekunder (*Secondary Market*) merupakan perdagangan saham yang telah melewati masa penawaran pada pasar perdana. Saham pada dasarnya ini telah dijual luas setelah melalui masa penjualan dipasar perdana.
3. Pasar ketiga (*Third Market*) merupakan tempat perdagangan saham diluar bursa, biasanya dikoordinir oleh Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek serta diawasi dan dibina oleh lembaga keuangan.
4. Pasar keempat (*Fourth Market*) merupakan bentuk perdagangan efek antara pemegang saham atau proses pemindahan saham antar saham yang biasanya dalam nominal besar.

Secara formal pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang yang diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta. Secara sederhana, pasar modal adalah tempat untuk menerbitkan atau memperdagangkan surat-surat berharga jangka panjang, khususnya saham dan obligasi. Berdasarkan pengertian diatas, pasar modal dapat dibedakan menjadi pasar primer (*primery market*), pasar sekunder (*secondary market*), pasar ketiga (*third market*) dan pasar keempat (*fourth market*). Pasar primer adalah pasar tempat penerbitan perdana surat-surat berharga, sedangkan pasar sekunder adalah pasar tempat surat-surat berharga yang sudah beredar atau bukan emisi baru diperdagangkan. Pasar ketiga adalah pasar perdagangan surat berharga pada saat pasar kedua ditutup. Pasar ketiga biasanya dijalankan oleh wali amanat atau pialang yang mempertemukan antara pembeli dan penjual setelah pasar

kedua ditutup. Pasar keempat adalah pasar modal yang dilakukan antara institusi berkapasitas besar untuk menghindari komisi untuk para wali amanat dengan melakukan transfer langsung blok saham antara lembaga investasi tanpa melalui wali amanat. Pasar keempat biasanya menggunakan jaringan komunikasi untuk memperdagangkan saham dalam jumlah blok besar.

2.2.4. Fungsi Pasar Modal

Pasar modal merupakan alternatif sumber pendanaan bagi pihak yang membutuhkan modal (*borrowers*) diluar sektor perbankan untuk melaksanakan usahanya. Disisi lain adanya pasar modal merupakan sarana investasi bagi pihak yang kelebihan dana (*lenders*). Dimana bagi investor, pasar modal merupakan sarana yang dimanfaatkan untuk menginvestasikan dananya dalam suatu aset finansial.

Hadi (2013:16) pasar modal juga memberikan fungsi besar bagi pihak-pihak yang ingin memperoleh keuntungan dalam investasi. Fungsi pasar modal tersebut antara lain :

1. Bagi perusahaan

Pasar modal memberikan ruang dan peluang bagi perusahaan untuk memperoleh sumber relatif memiliki resiko investasi (*cost of capital*) rendah dibandingkan sumber dana jangka pendek di pasar uang

2. Bagi investor

Alternatif investasi bagi pemodal, terutama pada instrument yang memberikan likuiditas tinggi. Pasar modal memberikan ruang investor dan profesi lain memanfaatkan untuk memperoleh *return* yang cukup tinggi.

3. Bagi Perekonomian Nasional

Dalam daya dukung perekonomian nasional, pasar modal memiliki peran penting dalam rangka meningkatkan dan mendorong pertumbuhan dan stabilitas ekonomi. Hal tersebut ditunjuka dengan fungsi pasar modal yang memberikan sarana bertemunya antara *leader* dengan *borrower*.

Martalena dan Malinda (2011:3) Selain memiliki peranan penting bagi perekonomian memiliki, pasar modal juga menjalankan dua fungsi yaitu pertama sebagai sarana pendaan usahan atau sebagai sarana bagi perusahaan

untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor). Kedua menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrument keuangan.

Berdasarkan Keppres No. 52 tahun 1976 adanya pasar modal bertujuan untuk mempercepat proses perluasan pengikutsertaan masyarakat dalam pemilikan saham perusahaan swasta guna menuju pemerataan pendapatan masyarakat dan untuk lebih menggairahkan partisipasi masyarakat dalam mengerahkan dan menghimpun dana untuk digunakan secara produktif dalam pembiayaan pembangunan nasional. Sedangkan fungsi keuangan pasar modal adalah merupakan sarana bagi pihak *lenders* yang menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi serta sarana menyediakan dana yang diperlukan oleh *borrowers*.

Dari beberapa pendapat di atas dapat diambil beberapa kesimpulan bahwa fungsi pasar modal meliputi:

1. Untuk pihak perusahaan, pasar modal menjadi alternatif penghimpunan dana selain sektor perbankan. Apabila perusahaan memenuhi kebutuhan dananya melalui perbankan maka perusahaan akan memperoleh dana dalam bentuk kredit.
2. Untuk pihak investor, alternatif investasi selain investasi pada sektor perbankan dan properti. Pasar modal memungkinkan pemodal untuk melakukan diversifikasi dan membentuk *portofolio* investasi sesuai dengan resiko dan tingkat keuntungan yang diinginkan. Apabila resiko tinggi maka return yang akan diterima semakin tinggi pula. Pemodal dapat mengubah portofolio setiap saat, hal itu dikarenakan investasi pada sekuritas di pasar modal mempunyai likuiditas yang tinggi ditunjukkan dengan mudah dan cepatnya proses jual beli di pasar modal.
3. Untuk pihak pemerintah, pasar modal menunjang pelaksanaan pembangunan nasional dalam rangka meningkatkan kesejahteraan dan kemakmuran rakyat, karena pasar modal berfungsi sebagai sarana untuk memobilisasi dana yang bersumber dari masyarakat ke berbagai sektor. Adanya mobilisasi dana akan memunculkan hubungan saling menguntungkan antara pihak masyarakat yang kelebihan dana dengan

pihak yang kekurangan dana, sehingga meningkatkan kemakmuran secara keseluruhan.

2.2.5. Macam - Macam Efek Di Pasar Modal

Pengertian efek menurut UU RI No. 8 tahun 1995, efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan hutang, surat berharga komersial, saham obligasi, tanda bukti hutang, unit penyertaan hutang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap derivatif dari efek atau setiap instrumen yang ditetapkan sebagai efek.

Martalena dan Malinda (2011:12) instrument – instrument yang terdapat dipasar modal adalah sebagai berikut :

1. **Saham** (*stock*) saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas aset perusahaan dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)
2. **Obligasi** (*bond*) merupakan surat hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan dengan nilai nominal tertentu yang akan dibayarkan saat jatuh tempo dan diberikan bunga tertentu
3. **Right Issue** merupakan sekuritas yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham baru perusahaan dengan harga dan dalam periode tertentu. Hak tersebut diperdagangkan dalam waktu yang singkat yaitu selama dua minggu.
4. **Warrant** merupakan sekuritas yang melekat pada penerbitan saham maupun obligasi yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk membeli saham perusahaan dengan harga dan pada jangka waktu tertentu. *Warrant* dapat diperdagangkan enam bulan setelah diterbitkan masa berlaku sekitar 3 – 5 tahun.
5. **Reksadana** merupakan saham, obligasi, atau efek lain yang dibeli oleh sejumlah investor dan dikelola oleh sebuah perusahaan investasi profesional.

2.2.6. Efisiensi Pasar

Jogiyanto (2013:547) didalam konsep pasar efisien, perubahan harga suatu sekuritas saham diwaktu yang lalu tidak dapat digunakan dalam memperkirakan perubahan harga dimasa akan datang. Perubahan harga saham didalam pasar efisien mengikuti pola *random walk*, dimana penaksiran harga saham tidak dapat dilakukan dengan melihat kepada harga-harga historis dari saham tersebut, tetapi lebih berdasarkan pada semua informasi yang tersedia dan muncul dipasar. Informasi yang masuk ke pasar dan berhubungan dengan suatu sekuritas saham akan mengakibatkan kemungkinan terjadinya pergeseran harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat terhadap suatu informasi yang masuk dan segera membentuk harga keseimbangan yang baru, maka kondisi pasar yang seperti ini yang disebut dengan pasar efisiensi.

Tandelilin (2010:219) mendefinisikan konsep efisiensi pasar lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya pasar yang efisien adalah pasar dimana harga sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia.

Dari berbagai definisi yang ada, konsep pasar efisien sangat berhubungan dengan ketersediaan informasi. Pasar dikatakan efisien apabila nilai sekuritas setiap waktu mencerminkan semua informasi yang tersedia, yang mengakibatkan harga suatu sekuritas berada pada tingkat keseimbangannya. Harga keseimbangan suatu sekuritas mengakibatkan tidak akan adanya kesempatan yang diperoleh investor untuk mendapatkan *return* yang *abnormal* dari selisih harga sekuritas saham.

Jogiyanto (2013:569) memberikan beberapa ciri-ciri dari pasar efisien sebagai berikut :

1. Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang tidak dapat memperngaruhi harga suatu sekuritas.
2. Informasi tersedia luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah.

3. Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya random satu dengan lainnya sehingga investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi yang baru.
4. Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru.

Jogiyanto (2013:571) memberikan beberapa ciri-ciri dari pasar tidak efisien yaitu jika kondisi-kondisi berikut terjadi :

1. Terdapat sejumlah pasar kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas.
2. Harga dari informasi adalah mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antar pelaku yang satu dengan yang lainnya terhadap informasi.
3. Informasi yang disebarkan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian dari pelaku-pelaku.
4. Investor adalah individual-individual yang lugas (*naive investor*) dan tidak canggih.

2.2.7. Bentuk-bentuk Efisiensi Pasar

Menurut Jogiyanto (2013:548), bentuk-bentuk efisiensi pasar yaitu:

1. Efisiensi pasar dari sudut informasi (*informationally efficient market*)
Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga atau nilai yang tercantum dalam sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lampau.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga atau nilai yang tercantum dalam sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan keuangan perusahaan emiten.
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga atau nilai yang tercantum dalam sekuritas secara

penyempurnaan (*fully reflect*) semua informasi yang bersifat privat, dan juga informasi lainnya (yang dipublikasikan dan masa lalu).

Jadi efisiensi pasar secara informasi didasarkan pada ketersediaan informasi harga atau nilai dari sekuritas mencerminkan semua informasi dan informasi tersebut dapat diperoleh secara terbuka dan cepat tanpa ada hambatan yang khusus. Bursa Efek Indonesia di Jakarta mengacu pada teori efisiensi pasar bentuk setengah kuat karena Bursa Efek Indonesia adalah pasar yang nilai atau harga sekuritasnya secara *penyempurnaan* mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan perusahaan (Hadimukti, 2012).

Efisiensi pasar dari sudut keputusan (*decisionally efficient market*)

1. Pasar dikatakan efisien secara keputusan dapat dilihat dari kemampuan pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan semua informasi yang tersedia.
2. Pasar dikatakan efisien jika terdapat ketersediaan informasi dan efisien secara informasi belum tentu efisien secara keputusan.

2.2.6. Corporate Action

Corporate action merupakan suatu bentuk dari aktivitas emiten yang dapat mempengaruhi jumlah saham yang beredar maupun terhadap harga saham. *Corporate action* adalah berita yang umumnya menyedot perhatian dari pihak yang terkait di pasar modal khususnya para pemegang saham. Keputusan *corporate action* harus disetujui dalam suatu rapat umum pemegang saham baik RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) maupun RUPSLB (Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa). Persetujuan pemegang saham adalah mutlak, untuk berlakunya suatu *corporate action*, sesuai dengan peraturan di pasar modal. Beberapa contoh *corporate action* antara lain *stock split*, *right issue*, saham bonus, pengumuman pembagian deviden, *Initial Publik Offering* dan *Additional Listing* seperti *Private Placement*, konversi saham baik dari *warrant*, *right* ataupun obligasi.

Pada umumnya *corporate action* mempengaruhi secara signifikan terhadap kepentingan pemegang saham, jumlah saham yang dimiliki pemegang saham, serta mempengaruhi pergerakan harga saham. Maka dari

itu, pemegang saham harus memperhatikan dampak dari *corporate action*, sehingga pemegang saham akan mendapatkan keuntungan dengan melakukan keputusan yang tepat. Untuk mendapatkan haknya sebagai pemegang saham atas *corporate action*, maka saham tersebut harus terdaftar atas nama pemegang saham tersebut. Dengan kata lain, pemodal terlebih dahulu harus melakukan registrasi atas saham yang dipegangnya agar hak atas suatu *corporate action* dapat terpenuhi. Hanya investor yang telah mendaftarkan sahamnya sampai dengan batas *cum date* yang berhak mendapatkan haknya.

2.2.7. *Right Issue*

2.2.7.1. **Pengertian *Right Issue***

Alternatif untuk memperoleh tambahan dana adalah dengan menawarkan kepada pemegang saham lama untuk membeli saham baru. Ini bertujuan agar pemegang saham lain berminat untuk membeli saham baru tersebut, maka perusahaan menawarkan saham baru itu dengan harga yang jauh lebih murah dari harga saham saat ini. Pemegang saham yang berhak membeli saham *right issue* adalah pemegang saham yang memiliki atau memegang saham perusahaan hingga batas akhir *cum date*. Pemegang saham tidak mempunyai kewajiban untuk melaksanakan haknya tersebut.

Fahmi (2012:116) *right issue* adalah pemberian hak pemegang saham lama untuk memesan terlebih dahulu saham emiten yang akan dijual dengan harga nominal tertentu. Biasanya hal tersebut dimaksudkan emiten untuk menambah keterbatasan modal perusahaan.

Right issue merupakan bentuk upaya emiten untuk menambah jumlah lembar saham yang beredar sekaligus menghemat biaya emisi saham. Saham baru yang diterbitkan, terlebih dahulu ditawarkan kepada pemegang saham sekarang (*existing shareholder*) dengan harga yang biasanya lebih rendah dari harga yang ditawarkan di pasar, dikarenakan para pemegang saham memiliki *preemptive right* atau hak memesan efek terlebih dahulu atas saham-saham baru tersebut. Pada saat perusahaan menawarkan sekuritasnya untuk dijual kepada para pemegang saham yang

sudah ada atau pada saat terbitnya *right issue*, perusahaan akan mengirimkan satu hak untuk setiap lembar saham yang dimiliki oleh pemegang saham. Hak tersebut memberikan pilihan kepada pemegang saham untuk membeli saham baru sesuai dengan aturan yang disyaratkan.

Alasan yang umumnya digunakan untuk membenarkan emisi *right* adalah agar setiap pemegang saham memiliki hak untuk mempertahankan persentase haknya atas laba dan hak atas suara dalam perusahaan. Apabila sejumlah saham baru langsung dijual kepada para pemegang saham baru, maka dapat menyebabkan makin banyak hak atas suara dan laba dalam perusahaan yang beralih kepada pemegang saham baru. Dikarenakan sifatnya sebagai hak dan bukan kewajiban, jika pemegang saham tidak ingin menggunakan haknya maka pemegang *right* dapat menjual hak tersebut kepada pihak lain, sehingga terjadi perdagangan atas *right*. *Right issue* diperdagangkan seperti saham, akan tetapi perdagangan *right issue* mempunyai masa berlaku tertentu.

2.2.7.2. Pengaruh *Right Issue*

Dengan adanya *right issue* maka menyebabkan jumlah saham yang beredar akan bertambah. Konsekuensi penambahan saham akibat kebijakan penerbitan *right issue* ini mempengaruhi kepemilikan pemegang saham lama, apabila pemegang saham lama tidak melakukan konversi *right* yang dimiliki. Pemegang saham lama tersebut akan mengalami dilusi atau penurunan persentase kepemilikan saham. Sehingga pemegang saham lama harus menentukan keputusan yang tepat terkait dengan *right* yang dimilikinya agar langkah yang diambil akan menguntungkan.

Ghozali dan Imam (2013) ada dua alasan bagi perusahaan melakukan penerbitan saham baru (*right issue*), yaitu dengan penerbitan saham baru (*right issue*) dapat mengurangi biaya karena emiten tidak harus membayar *fee* untuk jasa penjamin (*underwriter*) dan penerbitan saham baru (*right issue*) menyebabkan jumlah saham perusahaan bertambah sehingga diharapkan dengan langkah tersebut akan dapat

meningkatkan frekuensi perdagangan, yang berarti meningkatkan likuiditas.

2.2.7.3. Kelebihan dan Kekurangan *Right Issue*

1. Kelebihan *Right Issue*

Sumber permodalan dari *right issue* dianggap paling penting oleh perusahaan karena lebih efisien dan ekonomis jika dibandingkan melalui lembaga keuangan. Umumnya alasan perusahaan melakukan *right issue* adalah sumber modal kerja, ekspansi usaha, dan pembayaran hutang.

Ada cara menerbitkan *right issue*. Ini merupakan cara paling banyak digunakan oleh perusahaan yang sudah terdaftar di BEI. Ini dikarenakan *right issue* memiliki beberapa kelebihan.

Ross, Westerfield dan Jordan (2008:534) *right issue* memiliki beberapa kelebihan bila dibandingkan dengan penawaran umum biasa, yaitu :

- a. Biaya *right issue* lebih murah dibandingkan dengan penawaran umum karena perusahaan tidak menggunakan jasa emisi (*underwriter*).
- b. Pemegang saham lama dapat mempertahankan proporsi kepemilikan sahamnya di perusahaan.
- c. Pemegang saham lama diprioritaskan dalam pembelian saham baru.
- d. Saham biasa menjadi lebih likuid karena jumlahnya menjadi lebih banyak dan dapat meningkatkan frekuensi perdagangan

2. Kelemahan *Right Issue*

Aini (2009) kelemahan dari *right issue* adalah sebagai berikut:

- a. Belum adanya peraturan mengenai penggunaa *right issue*.
- b. Adanya perubahan harga saham setelah dilakukan *right issue*.

- c. Adanya dilusi yaitu pengurangan presentasi kepemilikan dari pemegang saham lama jika tidak memanfaatkan *right issue* tersebut.

2.2.8. *Event Study*

Event study merupakan salah satu metodologi yang digunakan untuk mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Pada penelitian ini pengumuman yang akan diuji adalah pengumuman *right issue*, dimana pengujian reaksi pasar dilakukan disekitar tanggal pengumuman *right issue*. Jika pengumuman ini mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada hari-hari disekitar pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Jogiyanto (2012) *event study* merupakan studi yang mempelajari peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Reaksi pasar dalam hal ini adalah *abnormal return* dan *trading volume activity*. Studi peristiwa ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi yang dapat digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Jika pasar bereaksi cepat terhadap informasi yang telah dipublikasikan maka pasar tersebut dikatakan efisien. Dalam *event study* dikenal dengan *event window* (jendela peristiwa) atau *event date* (tanggal peristiwa) dan *estimation period* (periode estimasi).

2.2.9. *Return Saham*

Return adalah keuntungan yang diperoleh oleh investor dari investasinya. *Return* dapat berupa *return* realisasi maupun *return* ekspektasi. *Return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi yang dihitung berdasarkan data historis. *Return* realisasi penting karena digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan serta sebagai dasar penentuan *expected return* untuk mengukur risiko dimasa yang akan datang. Sedangkan *return* ekspektasi adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh

oleh investor di masa yang akan datang.

Halim (2015:25) dalam konteks manajemen investasi, imbal hasil (*return*) merupakan imbalan yang diperoleh dari investasi. Dengan kata lain *return* saham merupakan keuntungan dan kerugian yang diperoleh pemegang saham dari investasi yang dilakukan.

Jogiyanto (2008) *return* saham adalah hasil yang diperoleh dari suatu investasi. Atau dapat dikatakan *return* adalah tingkat kembali yang dinikmati oleh investor atas suatu investasi yang dilakukannya.

Pembagian deviden ini sebelumnya sudah ditemukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Deviden yang diberikan berupa *cash dividen*, *stock dividen*, *property dividen*, atau *liquidating divideb*, *capital gain/loss* adalah selisih harga awal semula diawal dn akhir periode. Jika pada akhir periode harganya tinggi dari awal periode, pemegang saham mendapatkan *capital gain*, begitu juga sebaliknya.

Return saham dapat dibedakan menjadi dua, yaitu :

1. *Actual return*, yaitu *return* yang sudah terjadi digunakan sebagai salah satu pengukuran kinerja perusahaan dan dihitung berdasarkan data historis serta sebagai dasar penentu *expected return* untuk mengukur risiko pada masa depan.
2. *Expected reutrnr*, yaitu *return* yang belum terjadi atau *return* perkiraan pada masa depan, tetapi diharapkan terjadi pada masa depan.

Jogiyanto (2015:263) mendefinisikan *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return realisasi* yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi diharapkan akan terjadi dimasa yang akan mendatang.

Gitman (2012:311) mendefinisikaan *return* sebagai berikut : ” *The total rate of return is total gain or loss experienced on an investment over a given period. Mathematically, an investment’s total return is the sum of any cash distributions (for example, dividends or interest payments) plus the change in the investment’s value, dividend by the beggining of period value.*”

Defisini diatas dapat diartikan sebagai berikut :

Return adalah total keuntungan atau kerugian yang dialami pada investasi selama periode tertentu. Secara matematis, total pengembalian investasi adalah dari jumlah distribusi kas apapun, contohnya (dividen atau pembayaran bunga) ditambah dengan perubahan dalam nilai investasi, dibagi dengan nilai periode awal investasi tersebut.

Berdasarkan pengertian di atas dapat ditarik kesimpulan *return* saham merupakan tingkat pengembalian yang diterima oleh investor di masa yang akan datang atas investasi yang dilakukan.

2.2.10. Likuiditas Saham

Tandelilin (2010) likuiditas saham adalah tingkat keaktifan dari sebuah saham untuk dijual atau dijadikan uang tunai oleh investor yang memilikinya. Saham likuid adalah saham yang mudah untuk dijadikan atau ditukarkan dengan uang, sehingga saham yang tidak likuid menyebabkan hilangnya kesempatan untuk mendapatkan keuntungan (*gain*). Semakin besar volume perdagangan dibandingkan dengan jumlah seluruh saham yang diterbitkan maka semakin likuid saham tersebut. Dalam penelitian ini, likuiditas saham diartikan sebagai ukuran jumlah transaksi perdagangan suatu saham tertentu di pasar modal dalam periode tertentu. Jadi semakin likuid saham berarti jumlah atau frekuensi transaksi semakin tinggi, hal tersebut menunjukkan minat investor untuk memiliki saham tersebut juga tinggi. Minat yang tinggi dimungkinkan karena saham yang likuiditasnya tinggi memberikan kemungkinan lebih tinggi untuk mendapatkan *return* dibandingkan saham yang likuiditasnya rendah, sehingga tingkat likuiditas saham biasanya akan mempengaruhi harga saham yang bersangkutan

Suatu saham dikatakan likuid jika saham tersebut tidak mengalami kesulitan dalam membeli atau menjual kembali. Jika suatu saham likuid, bagi pihak investor akan menguntungkan karena mudah ditransaksikan sehingga terbuka peluang untuk mendapatkan *gain*. Sedangkan bagi perusahaan akan menguntungkan karena bila perusahaan menerbitkan saham baru akan cepat terserap pasar, selain itu memungkinkan perusahaan terhindar dari ancaman terkena *delisting* (dikeluarkan) dari pasar modal. Begitu pentingnya likuiditas

saham bagi perusahaan yang telah *go public* maupun bagi investor, maka pada Bursa Efek Indonesia dibuat peringkat untuk 45 buah perusahaan yang memiliki likuiditas tertinggi yang dikenal dengan LQ 45.

Pengukuran likuiditas saham dilakukan dengan melihat volume perdagangan saham atau biasa disebut *Trading Volume Activity* (TVA). *Trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar terhadap suatu informasi melalui parameter volume perdagangan di pasar modal. Hal ini dikarenakan nilai TVA berbanding lurus dengan likuiditas saham, semakin tinggi nilai TVA sebuah saham mempunyai makna bahwa suatu saham dapat dijual dengan mudah karena banyak yang bersedia membeli saham tersebut sehingga saham tersebut mudah dikonversikan menjadi uang kas atau dengan kata lain saham tersebut memiliki tingkat likuiditas yang tinggi.

Charles P. Jones (2014:547) likuiditas didefinisikan sebagai berikut: “*liquidity is easy with which an asset can be sold without a sharp change in price as the result selling. Obviously, cash equivalents (money market securities) have high liquidity and easily sold at close to face value. Many stock also have great liquidity, but the price at which they are sold will reflect their current market value.*”

Definisi di atas dapat diartikan sebagai berikut :

Likuiditas adalah kemudahan penjualan aset tanpa perubahan yang tajam dalam harga jual sebagai hasil. Seperti, setara kas (surat bergahrga pasar uang) memiliki likuiditas yang tinggi dan mudah dijual mendekati nilai. Banyak saham juga memiliki likuiditas yang tinggi akan tetapi harga dimana mereka jual akan mencerminkan nilai pasarsaat ini.”

2.2.11. Signalling Theory

Teori ini mengasumsikan bahwa manajer memiliki informasi yang lengkap tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar, dan manajer merupakan pihak yang selalu berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan. Pada umumnya manajer memiliki informasi yang lebih lengkap dan akurat daripada pihak luar perusahaan (investor) mengenai

faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Asimetri informasi akan terjadi jika manajer tidak secara penuh menyampaikan seluruh informasi yang diperolehnya tentang semua hal yang dapat mempengaruhi perusahaan di pasar modal.

Jika manajer menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal terhadap adanya *event* tertentu yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, yang tercermin pada perubahan harga dan volume perdagangan saham. Pengumuman perusahaan untuk menambah jumlah lembar saham baru yang beredar (*right issue*) akan direspon oleh pasar sebagai suatu sinyal yang menyampaikan adanya informasi yang dikeluarkan oleh pihak manajer, yang selanjutnya akan mempengaruhi harga dan volume perdagangan saham.

Wolk (dalam Reza Suryadi) (2013), teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memerikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar.

2.2.12. Teori Struktur Modal

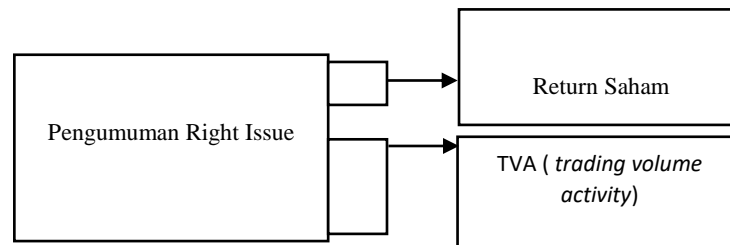
Dalam teori ini mengasumsikan bahwa walaupun suatu perusahaan memiliki struktur modal yang optimal, masih terjadi ketidakjelasan apakah hal itu dapat menjelaskan pengaruh negatif terhadap harga saham yang dihubungkan dengan penerbitan saham baru. Hal itu dikarenakan penambahan saham baru seharusnya selalu mewakili ke arah perkembangan struktur modal yang optimal atau lebih baik dan bukan sebaliknya, sehingga penambahan saham baru seharusnya memberikan dampak terhadap harga saham yang positif atau nol.

2.2.13. Hubungan Antar Variabel Penelitian

Hubungan antar variabel penelitian dari penelitian ini adalah melihat pengaruh pengumuman *right issue* terhadap *return* saham dan tingkat likuiditas saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Alur hubungan antar variabel penelitian disajikan didalam skema kerangka berpikir, sebagaimana terlihat pada gambar berikut:

Gambar 2.1
Hubungan Antar Variabel Penelitian



2.2.14. Pengembangan Hipotesis

Keberadaan informasi *right issue* dapat menyebabkan investor melakukan transaksi di pasar modal, dimana transaksi ini tercermin melalui perubahan harga dan volume perdagangan saham. Pengumuman *right issue* memiliki kandungan informasi apabila menyebabkan reaksi pasar pada hari-hari periode peristiwa. Pengaruh pengumuman *right issue* terhadap harga saham atau *return* saham diproksi dengan menggunakan *actual return* saham sedangkan likuiditas saham diproksi menggunakan aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*).

2.2.14.1. Pengaruh Sebelum dan Setelah Pengumuman *Right Issue* Terhadap *Return Saham*

Dalam penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Kisworo (2011) yang mengindikasikan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *return* sebelum dan rata-rata *return* setelah pengumuman *right issue*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* tidak memiliki nilai kandungan informasi yang cukup untuk mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasinya

Penelitian lain yang dilakukan oleh Saifur Rivai (2007), Taufan Adi (2006), Widjaja (dalam Adisulistyo, 2009), meneliti apakah pengumuman *right issue* mempengaruhi *return* saham dengan proksi *actual return* saham. Penelitian yang dilakukan untuk mengetahui apakah

terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata *actual return* sebelum dan sesudah pengumuman *right issue*. Dimana secara teoritis dinyatakan bahwa harga saham akan terkoreksi turun dengan adanya pengumuman *right issue*, hal ini disebabkan harga saham baru ditawarkan lebih rendah dari harga pasar sehingga menyebabkan penurunan harga saham setelah adanya pengumuman. Adanya penurunan harga setelah pengumuman, maka secara teoritis akan menyebabkan perbedaan antara *actual return* saham sebelum dan setelah pengumuman *right issue*. Dari telaah penelitian tersebut, maka diajukan hipotesis penelitian yaitu :

Ha1 : Rata-rata *actual return* saham lima hari setelah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan rata-rata *actual return* saham pada lima hari sebelum tanggal pengumuman *right issue*.

2.2.14.2. Pengaruh Sebelum dan Setelah Pengumuman *Right Issue* Terhadap *Trading Volume Activity*

Dalam penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Firstolino (2014) yang menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan setelah tanggal pengumuman *right issue*. Temuan penelitian ini memunculkan dugaan bahwa pengumuman *right issue* tidak mempunyai kandungan informasi yang menyebabkan terjadinya perubahan dalam preferensi investor.

Sedangkan penelitian lain yang dilakukan oleh Nidia (2014) menyatakan bahwa terdapat perbedaan signifikan antara rata-rata aktivitas volume perdagangan saham sebelum tanggal pengumuman *right issue* dengan setelah tanggal pengumuman *right issue*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *right issue* memberikan sinyal kepada publik atau investor dimana informasi pengumuman *right issue* itu memiliki suatu informasi. Perbedaan hasil penelitian ini dengan teori yang ada dimungkinkan karena informasi pengumuman *right issue* yang dipublikasikan ke pasar kurang menarik atau pasar menyerap tidak ada informasi yang berarti dari pengumuman *right issue* ini sehingga investor

melakukan tindakan berjaga-jaga sebelum mengambil keputusan berinvestasi yang berdampak pada tingkat volume perdagangan menjadi menurun setelah dilakukan pengumuman *right issue*.

Ha2 : Rata-rata volume perdagangan saham lima hari setelah tanggal pengumuman *right issue* berbeda secara signifikan dengan rata-rata volume perdagangan saham pada lima hari sebelum tanggal pengumuman *right issue*.